利空接二连三 低评级再现普跌

交易所债追“低”或受遏制

□本报记者 王辉

受多重利空因素打击，周一交易所信用债市场再次出现大面积调整。分析人士表示，综合不断收紧的监管思路及改善缓慢的企业盈利状况来看，前期市场过度追逐高风险低评级债券的倾向或受到遏制，个别高危债券的风险应引起重视。

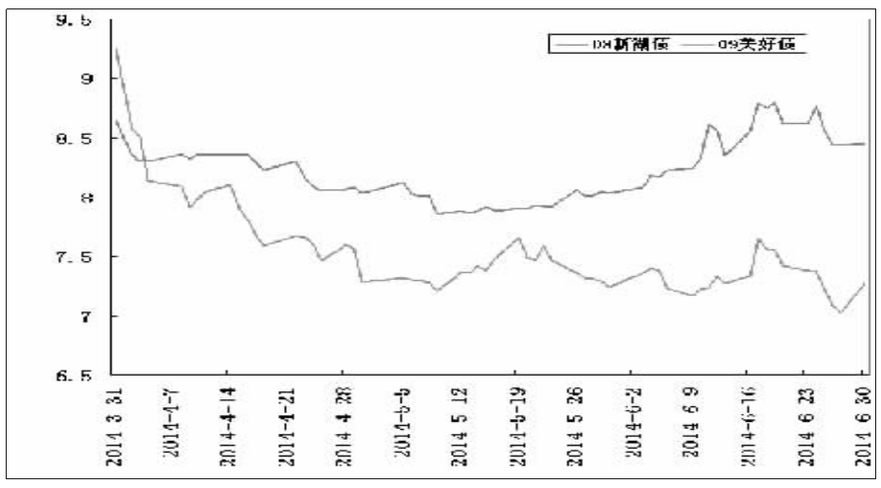
再现大面积调整

周一，交易所债券市场在沪深股市延续反弹的背景下，整体表现低迷。以市价计算，周一两市有成交的信用债中，多达57只个券跌幅超1%、29只个券跌幅超过2%，多数个券放量下跌的特征十分明显。这是交易所债市自6月17日因风险警示规定出现普跌之后，又一次的大面积下挫。分析人士普遍认为，上周末中证登取消主体评级AA以下有抵押债券回购资格、超日太阳将破产重整等等多个利空因素，是导致交易所信用债再度下挫的主要原因。

6月27日，上市公司*ST超日发布公告称，26日其收到上海市第一中级法院《民事裁定书》及《决定书》，裁定受理申请人上海毅华金属材料有限公司对超日公司的重整申请。根据《企业破产法》第四十六条的规定，从自法院受理破产重整申请之日起，11超日债被视为到期，并同时停止计息。市场普遍认为，即使公司的破产重整计划得到通过并执行完毕，后续“11超日债”本息不能全额支付也将是大概率事件。

与此同时，6月27日晚间中证登发布了关于修订《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值指引》有关事项的通知。根据新的质押式回购资格准入标准，部分评级偏低且评级展望较差的信用债将丧失质押资格或降低折扣系数。这直接对交易所低资质的信用债构成冲击。

近期交易所代表性低评级公司债收益率走势



机构看法谨慎

在近期低等级债券市场“风声鹤唳”的背景下，部分机构对后期交易所信用债市场尤其是相关受影响个券的走势，持相对谨慎或负面的看法。

招商证券点评报告指出，此次超日公司进入破产重整流程，符合监管部门逐步打破刚性兑付体系的思路，不同于早先新中基、山东海龙所发公募债本息全额偿付之后才进入重整流程，后续“11超日债”本息不能全额支付将是大概率事件。有交易员同时指出，目前已经停牌的华锐债、天威债等高风险个券，后期均可能面临与超日债一样的偿付风险。

对于中证登是次修订回购指引的通知，中金公司表示，主要影响在于将主体AA以下但有抵押增信的个券剔除出质押库。一方面此次调整涉及债券规模明显高于上次AA展望负面的个券；另一方面本次调整涉及债券折扣系数0.85高于之前AA评级展望负面个券的0.7，去杠杆幅度相对更大。整体来看，主体AA以下有抵押担保个券被剔除出质押库，将引发交易所去杠杆的流动性风险。

上海一券商资管固收投资经理表示，结合管理层推进金融体系结构性风险释放的政策导向来看，相关个券的信用风险或不断暴露。更重要的是，这一持续不利的政策预期，将长时间对市场产生影响，或导致市场风险偏好的反复。

监管趋严 高收益债或渐显稀缺性

□国海证券 高勇标

6月27日，中证登发布了关于修订《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引》有关事项的通知，提供足额资产抵押担保不再作为信用债回购资格准入标准之一，对已在质押库内的主体评级低于AA且提供足额资产抵押担保的债券，将被分批逐步取消回购资格。据统计，涉及此项调整的89只债券均为企业债，其中有73只跨市场上市的城投债，与前几次调整主要涉及产业债不同。实际上，这已经是去年12月以来中证登第四次对标准券折算率进行调整，而且调整标准一次比一次严格。

结合之前交易所对公司债券实施风险警示和个人投资者限制的政策来看，中证登此举旨在完善防范债券市场信用风险的机制，是年初“11超日债”出现违约之后，监管层加强风险控制的重要一环，体现其“严控风险、循序渐进”的思路，预计未来政策调整可能向更高评级信用债或银行间市场延伸。

高收益债短期所受负面冲击较大。基于流动性及风控压力，该通知发布之后部分投资者开始去杠杆，主体评级AA以下有抵质押担保的债券遭到抛售，收益率出现大幅反弹。不过本次通知采取了分期逐步清理的安排，首批债券仅31只，折扣系数也从7月28日才开始从0.85下调至0.68，有利于缓解投资者集中去杠杆的压力。

流动性溢价上升之后的高收益债仍具较高投资价值。考虑本次高收益债调整不是源于信用风险的担忧，而是流动性溢价上升导致的收益率反弹，因此一旦收益率反弹至较高水平，流动性较为充足的配置型机构将重新介入，信用风险较小的个券具有较好的投资机会。这也是今年3月份和5月份中证登对主体评级为AA且评级展望为负面的信用债折扣系数大幅下调后，相关债权收益率先上后下的主要原因。

中期来看，新的政策说明监管层更加注重发行主体的信用资质，资产抵押担保的作用已经明显减弱，这将导致未来主体评级为AA以下的债券发行占比越来越少，并逐渐成为债券市场的稀缺品种。实际上，主体评级为AA以下的发行人在当地可能为银行内部资质较好的信贷客户，综合考虑发债成本、贷款成本或发行非标成本，一旦债券发行成本明显高于后两者，发行人将减少债券发行，导致高收益债券供给明显减少。而在信用风险不大的情况下，高收益债反而可能受到投资者追捧。年初“11超日债”违约之后，市场对民企债违约已经有了较充分的预期，后续民企信用事件或仅影响相应个券，对市场整体冲击较为有限；此次调整的高收益债大部分为城投债，背靠地方政府信用，出现信用风险的可能性较小，流动性仍是主导其收益率波动的主要因素。因此建议投资者在该类型债券收益率反弹到一定幅度之后，可以结合自身流动性水平适度参与，但需注意控制久期和仓位，并做好个券资质甄别。

■观点链接

申银万国：继续看好高等级信用债

在资金面平稳跨月后，市场对资金面平稳的信心将进一步加强。目前房地产投资下滑趋势难改，制造业略有好转，但景气度判断的信心或继续依赖政策持续的价码。政策选择上，再贷款及类似工具的力度或继续加强；为对冲非标渠道的萎缩，贷款额度或适度放宽，以保证融资总量不会过度萎缩；考虑到经济面临下行风险和信用创造受阻导致的融资成本难以下降，降息仍然是较好的政策选项。基础货币持续投放、政策利率可能下调，将有助于引导利率品收益率趋势向下。考虑到信贷额度的扩张空间可能有限、信贷投放也较为依赖基础货币的投放，信贷政策的变化对收益率的冲击将有限。对信用债而言，高等级债仍将受益于保增长政策。

招商证券：流动性主导高收益债波动

超日太阳进入破产重整流程。我们判断公司能够通过破产重整获得新生，破产重整流程耗时至少在半年以上，后续“11超日债”本息不能全额兑付将是大概率事件。3月份“11超日债”付息违约造成市场大幅调整后，市场对监管部门先行打破民资公募债刚兑体系思路已有充分预期，后续民资发行人信用事件或仅影响相应个券、对市场冲击料将有限。我们重申在国资背景公募债（城投债”）发行人不出现超预期信用事件之前，流动性因素仍是主导高收益债券市场波动的主导因素。在目前的放松节奏下，政策放松预期仍有不断强化的空间，资金利率也将维持偏低的格局，经济和政策的组合继续有利债券市场，利率维持长久期、信用继续高等级加杠杆。

太平洋证券：城投债是理想投资标的

经济短期趋稳以及李克强总理保证经济处于合理运行区间的表态，有助于抬升市场风险偏好，下半年投资策略上，可以通过适当的信用评级下沉来博取更高的投资回报。上半年债券市场牛市行情中，AAA高等级信用债收益率下行幅度更大，预计评级利差仍有下降空间。宏观经济基本面仍然相对疲弱，建议规避低等级信用债、规避强周期产能过剩行业的产业债。城投债仍是理想投资标的。一是，市政债的推出将有助于拓宽地方政府的融资渠道，分散现有城投债的风险，二是，市政债较低的融资成本也可能会对现存的城投债构成利好，进一步拉低城投债的收益率水平，三是，尽管牛市行情过后目前城投债与中票的利差已经处于较低位置，但是城投债在票息方面仍然具有优势。

海通证券：警惕避险情绪蔓延

超日进入破产重整程序，“11超日债”最终偿付率尚难估计。警惕避险情绪延两个维度蔓延。第一，民营企业被认为抵御风险的能力较差，其债券更易沦为高收益债。需警惕投资者对民营企业债券的进一步不信任情绪加剧。第二，从高收益债发行人的行业分布来看，主要集中在化工、钢铁、有色、轻工、机械等具有周期性和产能过剩特征的行业。经济下行和结构转型压力下，这些行业的企业偿付能力很难得到改善。因此，还需警惕避险情绪蔓延对过剩行业发行人的债券不利。（葛春晖 整理）

交易所资金面扛过双重打击

尾盘回购利率跳水

6月最后一个交易日，交易所市场资金面大部分时间偏紧，但主流回购利率在尾盘纷纷跳水，显示本轮由半年末和IPO重启双重因素导致的流动性紧张已经收尾，资金面重回宽松在即。

数据显示，6月30日上交所隔夜质押式回购利率（GC001）加权平均值为10.87%，较前一交易日上行76BP，盘中最高成交于15.80%。上周五，GC001加权值为10.11%，盘中最高30%，考虑到周末因素，实际年化收益率分别为5.05%、15%。可见，昨日的隔夜资金价格水平要高于上周五。而从更具代表性的7天回购利率来看，昨日其加权平均值为5.75%，较27日的5.37%亦高出38BP。

市场人士表示，昨日交易所市场资金面压力主要来自于年中考核。昨日交易所隔夜资金价格明显高于其他品种，以及银行间市场隔夜、7天回购利率双双上行，也都说明了这一点。

值得一提的是，昨日临近收市，交易所资金利率全线跳水，其中，隔夜、7天回购利率分别收于1.61%、3.53%，双双创下本轮IPO重启以来的最低收盘水平。市场人士认为，从资金利率表现看，年中考核已完成“最后一击”，伴随IPO和半年末因素双双退潮，本周交易所资金利率中枢有望回落。（葛春晖）

转债温和上涨 机构口风生变

周一，可转债市场延续温和上涨态势，个券市价涨多跌少。不过，经历近一个多月的上涨行情后，有机构认为转债获取超预期回报的难度上升，大举增持的阶段可能正在过去。

盘面显示，周一两市有28只转债正常交易，其中15只收盘上涨，8只下跌，5只收平。东华转债收盘上涨3.49%，涨幅居首，重工转债在正股拉动下涨幅也超过1%；市价下跌个券中，博汇转债跌2.31%，跌幅居首，受累于正股表现疲软，平安转债微跌0.04%，滞涨迹象比较明显。

中金公司周报指出，经过近期的修复，转债估值开始从底部回升到中等偏低区域。其中，平安等转债估值已经达到去年12月上市以来高位，重工、国电等代表性转债估值也开始向中性甚至偏高水平靠拢。转债估值已经充分反映了对股市小反弹的预期。这可能意味着转债品种继续实现超预期回报的概率在降低。中金建议后续回到持有为主的状态，甚至基于股市不确定性和流动性考虑适当止盈。海通证券报告认为，进入7月后经济或存在下行风险，可能对正股市场造成影响，故转债市场的“全面上涨风向”或有转变，反弹空间有限，总体趋势将偏向震荡。（张勤峰）

中诚信调升黄山城投评级至AA

中诚信国际日前发布跟踪评级报告，将黄山市城市建设投资（集团）有限公司主体信用等级由AA-调升至AA，评级展望为稳定。

中诚信国际表示，此次评级调整主要基于如下理由：黄山市稳步发展的经济和不断增强的财政实力为城市基础设施建设创造了良好的环境；公司作为黄山市中心城区的基础设施建设和土地一级开发的重要载体，在资金以及土地资源配置等方面得到地方政府的大力支持，为公司的未来发展提供了强有力的支撑；2013年，新安江BT项目完工回购，确认收入提升了公司整体盈利能力；优质资产注入提升了公司的资产质量。

同时，中诚信国际表示也关注到了土地整治与基建业务政策风险、后续资本支出较大以及银行借款转贷风险等因素对公司未来整体信用状况的影响。（张勤峰）

联合资信调升宁夏交通投资评级

联合资信日前发布了对宁夏交通投资有限公司的跟踪评级。

联合资信指出，宁夏交通投资是宁夏回族自治区唯一的收费公路运营公司。跟踪期内，公司资产总额、所有者权益及经营净现金流持续稳步提升。但同时公司营业收入及利润总额有所下降。未来随着宁夏回族自治区区域经济的不断发展，区域内路网建设将进一步完善，公司有望凭借良好的区域垄断优势，继续保持良好的发展态势。此外，根据宁交函[2013]431号文，自治区交通运输厅对于公司在经营过程中形成的债务，在到期偿还出现困难时，将组织协调各类资金、资源予以支持，以保证公司日常经营以及保障及时足额还本付息顺利进行。

综合分析，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA+，评级展望为稳定。（张勤峰）

口行7月3日招标两期金融债

中国进出口银行30日发布公告，定于7月3日通过中国人民银行债券发行系统，招标发行第四十一期、第四十二期金融债券。

口行第四十一期金融债券为该行2014年第三十二期5年期固息金融债的增发债券，票面利率为5%，发行金额不超过60亿元，起息日为2014年5月19日。第四十二期金融债券为口行2014年第三十期7年期固定利率金融债的增发债券，票面利率为4.85%，发行金额不超过60亿元，起息日为2014年5月13日。

两期债券均以全价价格招标方式发行，采用多重价格中标（美国式），发行价格通过竞标确定，招标时间为7月3日，分销期为7月3日至7月7日，缴款日为7月7日，上市流通日为7月11日。两期债券均无基本承销额度，发行手续费0.10%，上市后同原金融债券合并交易。（葛春晖）

民生银行今发行10亿同业存单

公告显示，中国民生银行股份有限公司定于7月1日发行该行2014年度第005期同业存单（简称“14民生CD005”）。本期同业存单期限3个月，计划发行10亿元，最低发行1亿元。

据公告显示，本期同业存单面值100元，息票类型为零息，将采用招标发行的发行方式，招标方式为单一价格招标，标的为价格。本期同业存单起息日为2014年7月2日，到期兑付日为2014年10月2日；发行日为7月1日，发行开始时间10:00，发行结束时间11:00。此次招标设定的最低标位为98.8292元，最高标位为98.8662元，投标步长为0.0010元。

大公国际资信评估有限公司给予民生银行的主体信用评级为AAA。（张勤峰）

金牛银行理财综合收益指数走势

注：2014年6月30日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.24%，较修正后的上期数据上行5BP。 数据来源：金牛理财网

跨过关键节点 资金面有惊无险

□本报记者 张勤峰

周一，银行间市场迎来半年末关键时点，资金面略显收紧，隔夜回购成交激增，短端利率上扬，不过在大型机构资金供给的帮助下，市场有惊无险地跨过关键节点，后续有望逐步迎来自然改善。

从盘面上看，周一银行间市场资金面较前一交易日紧张，尤其是非银机构质押信用类债券融资的需求难以得到满足，使得资金面结构性紧张的矛盾犹存，好在有大型机构保障资金供给，且以利率产品质押融资相对容易，市场并未出现恐慌的情况。质押式回购市场上，呈现出短端利率上涨而中长端利率持稳的局面。隔夜、7天回购利率盘中最高成交在5%、6%，加权利率收报2.93%、4.00%，分别上涨4bp、15bp。其中，隔夜资金因跨月，成交激增近2000亿元至9059亿元。

在有惊无险地度过半年末考核时点后，市场预期7月上旬市场资金面有望迎来自然改善。考虑到7月初银行等机构仍面临常规存准金补缴，市场预计央行本周在公开市场将保持温和操作的节奏，延续净投放的可能性很大，也有助于推动货币市场利率回归前期运行中枢。

人民币即期价创11周新高

6月升幅为上半年单月最高

□本报记者 葛春晖

近三个交易日，在中间价延续窄幅震荡走势的背景下，人民币兑美元即期汇价连续走高，并在6月30日一举创下近11周的高位。至此，6月人民币即期汇价累计升值0.72%，创下今年以来的最大单月升值幅度。

据外汇交易中心公布，6月30日人民币兑美元汇率中间价报6.1528，较上一交易日小涨15基点，继续围绕6.15窄幅震荡。而当日银行间即期外汇市场上，人民币兑美元高开16基点于6.2165，之后快速攀升至6.2060一线展开震荡，午后最高摸至6.1998，尾市收于6.2050，盘中最高价、收盘价双双创下4月11日以来的最高水平。

据Wind数据统计，6月份，人民币兑美元中间价累计上涨167基点或0.27%，即期价累计上涨423基点或0.68%。人民币即期汇率在今年前四个月连续贬值之后，5月份微涨0.19%，6月份则创下今年以来最大单月升幅。上半年，人民币兑美元即期价累计贬值2.50%，中间价累计贬值0.91%。

市场人士表示，6月中旬以来美元节节下挫，市场做空美元情绪有所抬头；上周公布的汇丰PMI初值好于预期，重新回到扩张区间，而本周6月中采PMI指数公布在即，若继续显示中国经济向好，将进一步推动市场上看多人民币的情绪。银河证券分析师认为，短期中国经济趋稳、外围经济向好，都有利于人民币汇率的企稳回升，但鉴于中国在未来一段时间内货币政策总体将趋于宽松，因此人民币也不会大幅升值。

两券商7月3日招标短融券

□本报记者 葛春晖

中原证券、上海证券30日发布公告称，各定于7月3日招标发行一期短期融资券。其中，中原证券今年第三期短融券发行金额9亿元，期限60天；上海证券今年第二期短融券发行金额9亿元，期限90天。

两期证券公司短融券均为固定利率，发行利率通过招标系统招标决定。两期短融券均为7月3日招标，分销日、起息日、缴款日、债权登记日为7月4日，7月7日起上市流通。两期短融券均无担保。经中诚信国际评定，中原证券的主体评级为AA+级，本期债项信用级别为A-1级。经上海新世纪评定，上海证券主体长期信用等级为AA级，本期债项评级为A-1。

据Wind统计，今年上半年银行间市场累计发行了117期证券公司短融券，发行额合计1963.50亿元；去年同期为54期、1404亿元。